

# Newsletter

Oktober 2023

## Q3 2023

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Der Sommer scheint sich mit etwas Verzögerung nun doch verabschiedet zu haben und der unermüdliche Kampf gegen fallende Laubblätter hat begonnen. Bis auf die Zähne mit Besen, Schaufeln und Saugern bewaffnet und mit finsterner Miene stellen wir uns bereitwillig dem mühseligen Kampf! Schliesslich sollen Rutschpartien mit Verletzungsgefahr oder verstopfte Abflüsse vermieden werden. Da uns der Herbst aber gleichzeitig mit seinem bunten Farbspektrum und der hiermit in ein leuchtendes Kunstwerk verwandelten Landschaft zu erfreuen weiss, verzeihen wir ihm diesen kleinen Fauxpas. Letztlich lenkt uns diese von den ökonomischen und monetären Problemen, welche uns schon seit geraumer Zeit begleiten, und zu denen sich in erstaunlicher Regelmässigkeit geopolitische Probleme diverser Art (Sanktionen, Handelsrestriktionen, Kriege, etc.) gesellen, ab. Die Frage ist nur, ob sich der Markt ebenfalls davon ablenken lässt und damit die Weichen für das in der Regel saisonal positive Schlussquartal stellt, womit wir wieder in der Realität wären.

Unsere **Ampel** verzeichnet keine Änderungen. Die **monetäre Ampel** bleibt rot. Noch halten sich die Zentralbanken alles offen, was von den Markterwartungen abweicht. Die **ökonomische Ampel** behält ihr Gelb bei. Zwar deuten Rezessionsindikatoren auf ein erhöhtes

Risiko hin, aber es gibt genügend Gründe, die vermuten lassen, dass es sich "nur" um eine milde Rezession handeln wird. Der Markt erwartet weiterhin, v.a. in den USA, eine sanfte Landung. Die **Markttechnik** leuchtet ebenfalls weiterhin gelb. Das Fundament für einen *Rebound* ist gelegt. Für eine nachhaltige Bewegung nach oben braucht es aber eine Zunahme der Marktbreite und des Risikoappetits.



**Monetäre Lage:** Die Geldpolitik befindet sich auf einer Gratwanderung. Es gilt Wirtschafts- und Inflationsentwicklung abzuwägen. Der Markt scheint ihr aber durch den Anstieg der langfristigen Zinsen einen Teil der Arbeit abzunehmen.

**Ökonomische Lage:** Vieles spricht weiterhin für eine höchstens milde Rezession. Letzten Endes wird aber die Geldpolitik darüber entscheiden. Die Wirtschaftspolitik dürfte aber weiterhin stützen. China?

**Technische Lage:** Noch sind nicht alle Indikatoren (v.a. Marktbreite und Risikoappetit) auf grün, womit Vorsicht angebracht ist. Der langfristige säkulare Trend ist aber weiterhin intakt.

## Marktkommentar

In den vergangenen beiden Berichterstattungen ([www.glssofinanz.ch](http://www.glssofinanz.ch)) haben wir uns zur Genüge über die (derzeitige und zu erwartende) Inflationsentwicklung, die Notenbankpolitik, die Wahrscheinlichkeit einer nur milden Rezession oder gar einer weichen Landung sowie, davon abgeleitet, unser Basisszenario ausgelassen. Wir möchten uns hierzu daher nicht weiter äussern, da es nun abzuwarten gilt, ob sich die immer wieder genannten Elemente auch entsprechend unseren Erwartungen entwickeln.

Vielmehr möchten wir diesmal das Grundproblem des Marktes aus der Vogelperspektive skizzieren, die Aktualität miteinbeziehen und was es braucht, damit der Markt seinen Weg wieder aufnimmt.

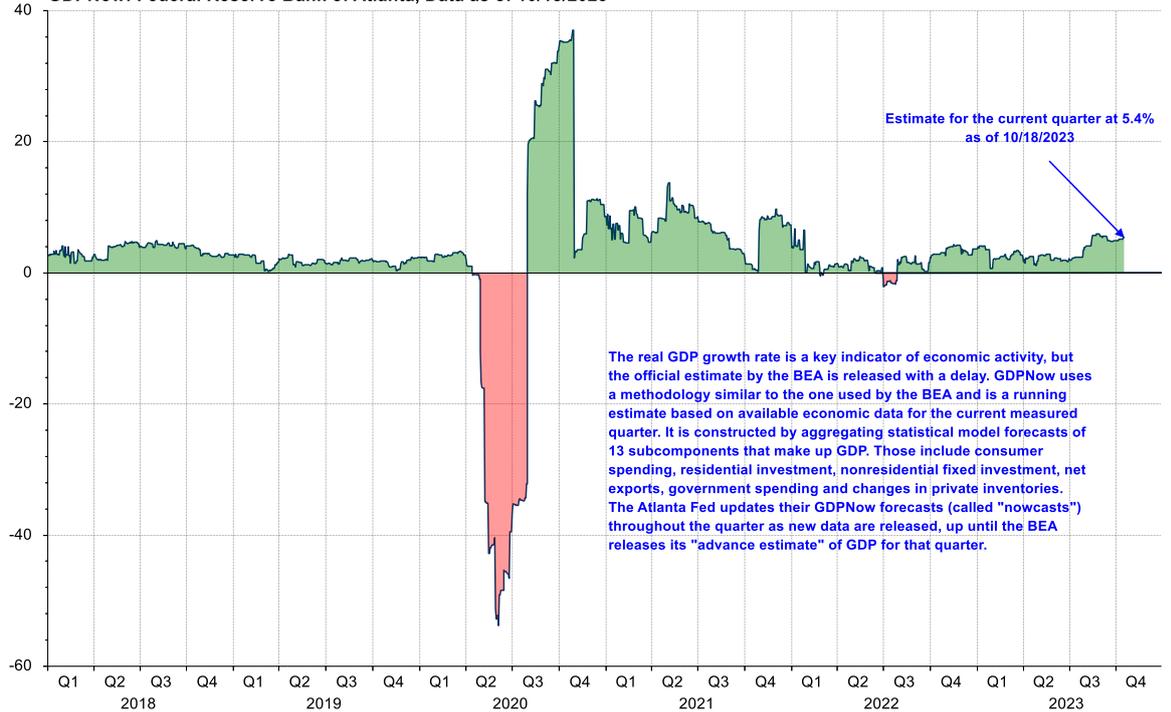
## Das Dilemma des Marktes

### Gefangen in einem Tug-of-war

Der Markt befindet sich entsprechend seiner Erwartung einer weichen Landung (Vgl. [Newsletter Q2 2023](#)) in einem *Tug-of-war* (das englische Wort sorgt für etwas mehr Dramatik als das deutsche Tau- bzw. Seilziehen) zwischen derselben und den schwachen ökonomischen Frühindikatoren, wie z.B. den *Leading Economic* Indizes (LEI) für die USA und die Eurozone, die auf eine erhöhte Rezessionsgefahr hindeuten. Folglich erstaunt es nicht, dass Wirtschaftsdaten einen erheblichen Einfluss auf die Marktakteure und deren Kauffreude ausüben.

## US: Real GDP Forecast

GDPNow: Federal Reserve Bank of Atlanta, Data as of 10/18/2023



The real GDP growth rate is a key indicator of economic activity, but the official estimate by the BEA is released with a delay. GDPNow uses a methodology similar to the one used by the BEA and is a running estimate based on available economic data for the current measured quarter. It is constructed by aggregating statistical model forecasts of 13 subcomponents that make up GDP. Those include consumer spending, residential investment, nonresidential fixed investment, net exports, government spending and changes in private inventories. The Atlanta Fed updates their GDPNow forecasts (called "nowcasts") throughout the quarter as new data are released, up until the BEA releases its "advance estimate" of GDP for that quarter.

Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

Schaut man sich nun die in den USA zuletzt gemeldeten Wirtschaftsdaten an, so dürfte man eigentlich annehmen, dass sich der Markt freuen sollte, weil dessen Annahme einer weichen Landung, wovon auch die FED ausgeht, sich zu bekräftigen scheint. So hat der Arbeitsmarkt seit der letzten FED-Sitzung überraschend wieder zugelegt, die Einzelhandelsumsätze trotz weiterhin jeglichen Abschwächungsprognosen und die Kerninflation, gemessen am Konsumentenpreisindex, ist ebenfalls weiter zurückgegangen. Laut **GDPnow** - ein Modell der **Federal Reserve Bank of Atlanta**, welches das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Echtzeit (laufend) schätzt (keine Prognose), indem es die verfügbaren Wirtschaftsdaten für die aktuelle Periode verwendet - hat die US-Wirtschaft im Q3 2023 auf Jahresbasis um 5.4% (per 18.10.2023) expandiert. Zugegebenermaßen kann sich diese Schätzung, je nachdem welche Datenpunkte bereits gemeldet worden sind und damit Eingang in das Modell gefunden haben, stark und schnell ändern, ist aber dennoch erfreulich (bzw. erstaunlich). Diese Zahl scheint sich mittlerweile durch die vorläufige Schätzung des BIP (**GDP Advance**) von 4.9% (Erwartungen lagen bei 4.3%) einigermaßen zu bestätigen. Nichtsdestotrotz kommt am Markt nicht wirklich Freude auf. Warum?

Grob zusammengefasst liegt dies daran, dass im heutigen Umfeld positive Wirtschaftsmeldungen gleichzeitig geldpolitische Ängste aufkeimen lassen. So wird bei positiven Daten befürchtet, dass die Zentralbanken (in erster Linie die FED) die Zinsen weiter anheben oder zumindest, länger als vom Markt erwartet, auf einem hohen Niveau beibehalten. Weil dies wiederum mit wirtschaftlichen Implikationen verbunden ist, lässt sich schlussfolgern, dass positive Wirtschaftsmeldungen unweigerlich und paradoxerweise dazu führen, dass das **Soft Landing**-Narrativ wieder in Frage gestellt wird. Da helfen auch die bunten Herbstfarben nicht!

Der Markt ist also effektiv in einem Dilemma gefangen und führt einen Mehrfrontenkrieg. Entsprechend muss, damit er seinen Weg wieder aufnimmt, entweder seitens

Zentralbanken Klarheit herrschen (offizielle Beendigung des Zinsanhebungszyklus), die Kerninflation überraschend stark fallen (womit es keinen Grund für Zinserhöhungen mehr gibt) oder aber die Wirtschaft muss bedeutend mehr Schwäche zeigen (was die Angst vor hartnäckigen Zentralbanken schwinden lässt). Letzteres hört sich komisch an, ist aber so! Paradox, oder?

Eigentlich befand sich der Markt auf gutem Wege diese Problematik etwas hinter sich zu lassen, ohne dass die obigen Auswegs-Kriterien zur Anwendung gekommen wären oder notwendigerweise hätten kommen müssen. Es stellt sich die Frage nach dem Wie.

### Gescheiterter Ausweg aus eigener Kraft

Dass Letzteres durchaus der Fall hätte sein können, lässt sich am überproportionalen Anstieg der langjährigen gegenüber den kurzfristigen Staatsanleihen-Renditen der letzten Wochen erkennen. Die hierzu unten aufgeführte Graphik beschränkt sich auf die **30- und 2-jährigen Renditen für die USA und die Eurozone**. Für beide Regionen ist erkennbar, dass die **Renditedifferenz** (**Yield Spread 30Y - 2Y** im jeweils unteren Feld) ab Juli diesen Jahres stark abnahm und sich nun nahe an der Null-Grenze befindet.

Nun lässt sich die obige Frage nach dem Wie durch die sich an dieser Stelle eröffnende Frage nach dem Warum substituieren. Ein solcher, relativ betrachtet starker Anstieg der langjährigen Zinsen ist, vereinfachend ausgedrückt, auf zwei mögliche Gründe zurückzuführen:

I. Der Markt nimmt einen weiteren Anstieg der

## Government Benchmark 30- to 2-Year Yield Spread

A comparison between the US and the Eurozone



(kurzfristigen) Leitzinsen vorweg, oder

2. Der Anstieg beruht auf einer verbesserten Einschätzung der wirtschaftlichen Lage.

Der erste Grund ist für die Märkte logischerweise problematisch, weil die Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wird. Der zweite Grund führt zwar auch zu verschärften finanziellen Bedingungen, gründet aber auf einer verbesserten konjunkturellen Erwartung seitens der Marktakteure, womit (vorerst) davon ausgegangen wird, dass die Wirtschaft damit umgehen kann (Thema *Soft Landing*).

Nun, wie Sie bestens wissen, wichen zu diesem Zeitpunkt (immer noch der Fall) die Markterwartungen (impliziert durch die *Fed Fund Futures*) vom Zinspfad, welcher von der FED in Aussicht gestellt wurde, ab. Der Markt glaubt nicht an eine weitere Erhöhung und geht für 2024 sogar von stärkeren Zinssenkungen aus, als von der FED vorgegeben wurden. Folglich muss der zweite Grund für den Anstieg verantwortlich sein. Dies lässt sich auch dadurch erklären, dass sich die Inflation zwar in langsamen Schritten, aber kontinuierlich abschwächte, womit der Markt keine weiteren Zinsschritte für notwendig hält. Zudem vertritt er die Meinung, dass, sollte sich die Wirtschaft dennoch stärker eintrüben, die Zinsen gesenkt werden würden, was wiederum mit sich aufhellenden Erwartungen verbunden ist.

Der zweite Grund, als Ausgangslage für den Anstieg der genannten Renditen, wird auch von der Fed anerkannt. Jerome Powell merkte im Zuge einer Rede vor dem *Economic Club of New York* an, dass *"Bond markets are producing tighter financial conditions right now, and seemed to be moving for a variety of reasons, such as an upgraded view of the U.S. economy's strength, independent of any expectations about the FED."* Das ist zudem eine wichtige Feststellung, weil der Markt der Notenbank im Prinzip die Arbeit - durch schärfere Finanzierungsbedingungen die Inflation

zu kontrollieren - abnimmt. Entsprechend führte er weiter aus, dass *"the rise in yields was helping to tighten financial conditions and at the margin might lessen the need for additional Fed rate increases."*

Dennoch hielt er sich, wie könnte es auch anders sein, alle Optionen offen. Nichtsdestotrotz scheinen dessen Ausführungen die Markterwartungen mehr oder weniger zu bestätigen, was eigentlich positiv aufgenommen werden sollte.

Die oben ausgeführten "Auswegs-Kriterien" wären hiermit also effektiv nicht nötig. Der (Aktien-)Markt hatte einen Ausweg aus eigener Kraft, durch die Bestätigung seiner Erwartungen, gefunden. Entsprechend setzte er nach einer Pause anfangs Juli zum erneuten Anstieg an (zusammen mit den langfristigen Zinsen), der dann aber scheiterte. Was zu-

nächst eine normale Korrektur war, passend zur Saisonalität und technisch überdehnten Niveaus, erreichte Anfangs Oktober eine neue Dynamik nach unten. Der Markt wurde in seinem "Auswegs-Versuch" ausgebremst, war plötzlich wieder unsicher und ist seitdem wieder in seinem *Tug-of-war* gefangen. Warum?

### Die Implikationen des Nahost-Konflikts

So traurig es auch ist, interessiert sich der Markt nicht für menschliche Schicksale, was natürlich nicht unsere persönliche Einstellung widerspiegelt. Er richtet seinen Blick lediglich auf alle Einflussfaktoren, die ökonomischen und/oder geldpolitischen Einfluss ausüben, und hat schnell den Ölpreis als das zentralste Element hierfür ausgemacht.

Dabei ist es nicht einmal der Anstieg der Erdölpreise, der nach Beginn des Konfliktes am 7. Oktober einsetzte, welcher dem Markt zusetzt. Schliesslich sind wir mittlerweile wieder fast beim Ausgangsniveau, was darauf zurückzuführen ist, dass sowohl Israel als auch Palästina keine grosse Rolle im Erdölmarkt spielen. Was ihm zu denken gibt, ist die Möglichkeit der Ausweitung des Konfliktes, was wiederum Implikationen auf den Erdölpreis hat! Es gilt zu berücksichtigen, dass der Konflikt doch in einer Schlüsselregion für die Erdölproduktion liegt und durchaus Potenzial hat, sich auszuweiten.

Was wäre, wenn sich z.B. der Iran dazu veranlasst sehen könnte, in eine direktere Konfrontation überzugehen? Nun gibt es X-Konstellationen, wie sich die Situation verschärfen könnte. Wir wollen hierauf nicht detailliert eingehen, da wir schlicht und einfach keine Politologen sind. Entscheidend ist, dass, sollte sich die Lage verschlimmern, ein Hochschieszen der Erdölpreise durchaus wahrscheinlich ist.

Es gilt zu bedenken, dass die weltweiten Lagerbestände niedrig sind und sich dieser Umstand in den nächsten Monaten aufgrund der saudischen und russischen Produktionskürzungen wohl kaum verbessern wird. Es ist zurzeit schwer vorstellbar, dass die Saudis ihre Politik ändern, solange der Erdölpreis auf dem jetzigen Niveau von rund USD 85 pro Fass (WTI) verbleibt. Da wird vermutlich mehr notwendig sein, damit diese die Produktion wieder ankurbeln. Weiterhin denkbar ist, dass sich der Ölmarkt zusätzlich verknappen könnte, indem die Sanktionen gegen iranische Ölexporte seitens USA schärfer durchgesetzt werden (wohl, weil die Angriffe der Hamas unterstützt wurden).

Die Situation ist also ein Pulverfass. Springen die Erdölpreise stark an, ist dies natürlich mit Implikationen auf die Inflation und die Wirtschaft verbunden. Erstere steigt wieder an und letztere dürfte darunter leiden, was die Angst vor aggressiveren Zentralbanken schürt und an der Erwartung einer sanften Landung rüttelt. Der Ausweg des Marktes aus eigener Kraft wurde damit "gebrochen" und der *Tug-of-war* wieder verfestigt.

## Was braucht der Markt?

### ...um einen Ausweg aus seinem Dilemma zu finden

Idealerweise würde der Konflikt ohne Ausweitung enden, die Inflation weiter abnehmen (in erster Linie die Kerninflation) und die Wirtschaft schwächeln, aber - leicht unter Trend - wachsen (*Soft Landing*). Die FED hätte hiermit keinen Grund mehr die Zinsen weiter anzuheben, der Markt würde sich mehr oder weniger bestätigt fühlen und dadurch aus eigener Kraft seinen Weg nach oben wieder aufnehmen. Dies dürfte bedingen, dass die langfristigen Renditen wieder etwas sinken, weil der Markt in erster Linie, entsprechend seinen Erwartungen, eine langsam einsetzende Abnahme der Leitzinsen vorwegnehmen würde (also nicht, weil er sein *Soft-Landing-Szenario* in Frage stellt). Die Auswegsbedingungen wären damit obsolet und würden quasi auf einmal erfüllt werden, ohne dass ein einzelnes Kriterium sich gesondert und besonders stark durchsetzen müsste. Letzteres wäre aber natürlich auch eine Möglichkeit, muss aber nicht weiter ausgeführt werden.

Dass dies auch unser liebstes Szenario wäre, erscheint klar. Nichtsdestotrotz halten wir (vorerst), aus den u.a. letztes Mal ausgeführten Gründen, an unserem Basisszenario (deckt sich in etwa mit dem letzten Auswegskriterium) fest, welches explizit eine milde Rezession (also über ein bis zwei Quartale hinweg) berücksichtigt. Diese erscheint nach wie vor notwendig, um den strukturellen und damit hartnäckigen Teil der Inflation zu brechen.

Dies bedingt, dass auch die Gewinne der Unternehmen (weiter) schrumpfen. Obwohl vieles eingepreist ist, dürfte Letzteres zunächst zu Schwankungen führen. Langsam und noch bevor die Gewinne die Talsohle erreicht haben, fängt sich der Markt aber. Da dieser die Zukunft (rund sechs Monate) diskontiert, drehen die Renditen wieder ins Positive (Konjunkturaussichten hellen sich wieder auf), angefeuert durch sich ausweitende Bewertungen.

### ...um technisch betrachtet einen nachhaltigen Anstieg zu starten

Ohne ins Detail zu gehen, ist der Markt technisch gesehen bereit für einen *Rebound*. Alle von uns verfolgten Indizes sind (mit Ausnahme des S&P 500, als Folge der Überrendite der Super-Mega-Cap-Tech-Aktien) überverkauft, die sogenannten schwachen Hände sollten gemäss den üblichen Bewertungskriterien ausgeschwemmt worden sein, die Oszillatoren (Trendfolgeindikatoren) sind positiv positioniert und die Saisonalität sollte sich eigentlich jetzt von ihrer guten Seite zeigen.

Kommt es tatsächlich zum *Rebound* braucht es anschliessend "Beweise", dass die Bewegung des Marktes nun nachhaltig ist. Alle Faktoren, die wir hierzu nutzen, aufzuzählen, würde den Rahmen dieser Berichterstattung definitiv sprengen. Neben der (Rück-)Eroberung von bestimmten Widerstandszonen und einer klaren Positionierung der Volumina (d.h. der prozentuale Anteil der Aktien, die zulegen, muss, gemessen in gewonnen Punkten und Volumen, Extremwerte aufzeigen), ist der wohl wichtigste Faktor, dass endlich eine Rotation in andere Sektoren und "Marktkapitalisierungen" stattfindet. Dies würde nichts anderes bedeuten, als dass Risikoappetit und damit Marktbreite wieder zunehmen. Auch hier gibt es verschiedene Bemessungsgrundlagen, welche wir an dieser Stelle nicht einzeln ausführen möchten. Diese äussern sich jedoch in ihren Ergebnissen in den beiden, auf der nächsten Seite aufgeführten Charts.

Den ersten, also der **Vergleich** zwischen dem (nach Marktkapitalisierung gewichteten) **S&P 500 und seinem gleichgewichteten Pendant** (S&P 500 *Equal Weight*, bei welchem jede Position im Index prozentual gleichgewichtet ist) kennen Sie bereits. Das oberste Feld zeigt die Entwicklung des **S&P 500 Equal Weight** und das unterste das **Verhältnis vom "normalen" S&P 500 dazu** (das mittlere Feld dürfen Sie ignorieren). Während der deutliche Ausbruch des Verhältnisses über seinem Abwärtstrend nicht der Ausdruck einer technisch besonders guten Marktentwicklung war, braucht es nun das Gegenteil. Der Aufwärtstrend muss ebenfalls klar gebrochen werden.

### S&P 500: Equal-Weighted vs Cap-Weighted



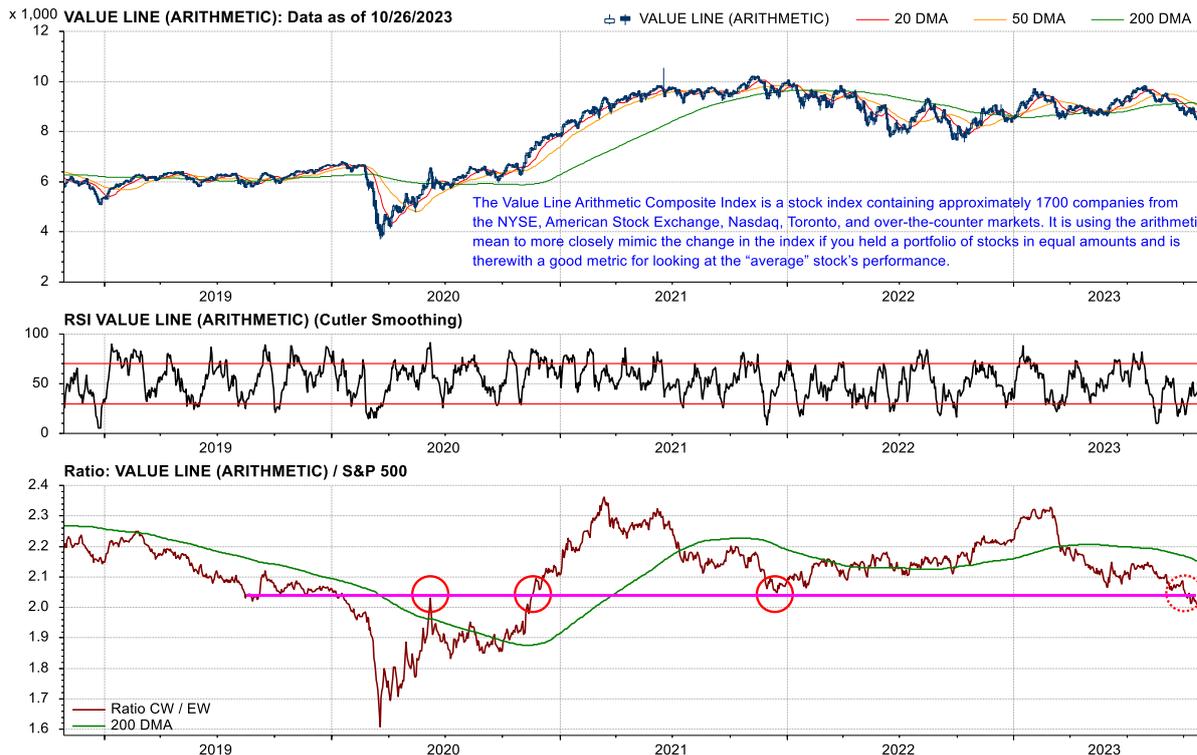
Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

Die zweite Graphik ist für Sie neu und **vergleicht**, ähnlich wie zuvor, den **klassischen S&P 500** mit dem **Value Line Arithmetic Index**. Letzterer ist ein Aktienindex, der die Kursbewegungen von rund 1700 Aktien widerspiegelt, die an verschiedenen Börsen (NYSE, American Stock Exchange, Nasdaq, Toronto und over-the-counter Märkte) gehandelt werden. Dieser verwendet den arithmetischen Durchschnitt, um die Veränderung des Index

nicht wieder nach unten durchkreuzen!  
Ob es dazu kommen wird, wissen wieder einmal nur die Götter. Technisch gesehen, ist zumindest das Fundament gelegt. Jetzt muss nur noch der "Rest" mitspielen. Bis dahin ist Geduld gefragt.

zu berechnen, als ob man ein Portfolio aus gleichen Anteilen jeder Aktie halten würde. Er ist damit ein deutlich breiteres Mass für die Entwicklung von Aktien. Das oberste Feld zeigt die Entwicklung des **Value Line Arithmetic Index** und das unterste das **Verhältnis zum S&P 500** (das mittlere Feld dürfen Sie erneut ignorieren). Ähnlich, wie oben, muss letzteres seine (nun) **Widerstandslinie** (leicht über 2%) wieder zurückerobern und

### Value Line Composite Index: Arithmetic Index vs S&P 500



Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

## FAZIT

Der Markt befindet sich einem Tauziehen zwischen seiner Erwartung einer wirtschaftlich sanften Landung und diversen ökonomischen Frühindikatoren, welche auf eine Rezession hindeuten. Während er zumindest, was die USA anbetrifft, Recht zu behalten scheint, bereitet ihm gerade dieser Umstand paradoxerweise Sorgen. So lassen besser als erwartete Wirtschaftszahlen gleichzeitig die Angst vor aggressiveren Zentralbanken (in erster Linie die FED), trotz abweichender Zinserwartungen, abermals aufkeimen, womit er sein *Soft-Landing-Szenario* wieder anzweifelt.

Zwischenzeitlich befand sich der Markt auf gutem Wege aus eigener Kraft einen Ausweg aus diesem Dilemma zu finden. Dies äusserte sich darin, dass die langjährigen Zinsen aufgrund sich aufhellender ökonomischer Erwartungen - und nicht, weil ein Anstieg der Leitzinsen vorweggenommen wurde - relativ zu den kurzfristigen Renditen zulegten. Entsprechend setzte er im Juli zum Anstieg an. Diesem Vorhaben wurde aber durch den Nahostkonflikt ein Riegel vorgeschoben, weil eine Ausweitung und damit ein starker Anstieg der Erdölpreise befürchtet wird, was wiederum mit wirtschaftlichen und inflationären Implikationen verbunden ist. Entsprechend sind wir wieder im obigen Dilemma gefangen. Das Seilziehen geht weiter. Immerhin kann man argumentieren, dass der Markt mit dem Anstieg der langjährigen Zinsen (Verschärfung der Finanzierungsbedingungen) den Zentralbanken einen Teil der Arbeit abnimmt, was die Notwendigkeit weiterer Zinsanhebungen lindert und den Markterwartungen eigentlich wieder zugutekommen sollte.

Damit der Markt nun dieser Situation entweichen und damit erneut zum Anstieg ansetzen kann, braucht es Folgendes:

- Aus eigener Kraft: Der Konflikt endet ohne Ausweitung, die Inflation (in erster Linie die Kerninflation) nimmt weiter ab und die Wirtschaft schwächelt, wächst aber dennoch (Soft Landing). Der Markt würde sich mehr oder weniger bestätigt fühlen und dadurch aus eigener Kraft seinen Weg nach oben wieder aufnehmen. Dies dürfte bedingen, dass die langfristigen Renditen wieder etwas sinken, weil der Markt, entsprechend seinen Erwartungen, eine langsam einsetzende Abnahme der Leitzinsen vorwegnehmen würde (also nicht, weil er sein *Soft-Landing-Szenario* in Frage stellt).
- Oder es braucht gesonderte Effekte (Auswegskriterien), weil der Markt in seinem Dilemma gefangen bleibt: Entweder es herrscht seitens Zentralbanken Klarheit, die Kerninflation fällt überraschend stark oder aber die Wirtschaft muss bedeutend mehr Schwäche zeigen.

Ersteres wäre natürlich unser liebstes Szenario. Nichtsdestotrotz halten wir (vorerst), aus den u.a. letztes Mal ausgeführten Gründen, an unserem Basisszenario (deckt sich in etwa mit dem letzten Auswegskriterium) fest, welches explizit von einer milden Rezession (also über ein bis zwei Quartale hinweg) ausgeht. Diese erscheint nach wie vor notwendig, um den strukturellen Teil der Inflation zu brechen (bis zu einem gewissen Mass, da wir nach wie vor der Meinung sind, dass ein bestimmtes Niveau politisch durchaus erwünscht ist). Dies bedingt, dass auch die Gewinne der Unternehmen (weiter) schrumpfen. Obwohl vieles eingepreist ist, dürfte Letzteres zunächst zu Schwankungen führen. Langsam und noch bevor die Gewinne die Talsohle erreicht haben, fängt sich der Markt aber. Da dieser die Zukunft (rund sechs Monate) diskontiert, drehen die Renditen wieder ins Positive (Konjunkturaussichten hellen sich wieder auf), angefeuert durch sich ausweitende Bewertungen.

Was auch immer sich letzten Endes und in welcher Form bewahrheiten wird, noch ist der säkulare Bullenmarkt intakt. Trifft dies weiterhin zu, dann müssen Risikoappetit und Marktbreite im Zuge eines technisch angezeigten *Rebounds* langsam zunehmen, quasi als Beweis der Nachhaltigkeit. Bis dahin gilt es weiterhin alle Szenarien explizit in den Portfolios zu berücksichtigen, trotz aller Wahrscheinlichkeiten, und sich mit Gegenpositionen (in erster Linie Gold und Ölwerte) und Liquidität zu schützen.

Ähnlich wie in den letzten beiden Ausführungen bleibt Geduld das Schlagwort, was gleichzeitig bedeutet, dass portfolio-technisch derzeit eher auf (langfristige) Kerninvestitionen, schliesslich sind wir nach wie vor in einem säkularen Bullenmarkt, und Sicherheiten gesetzt wird, zumindest solange das Bild sich nicht entsprechend zusammensetzt. Wir verabschieden uns daher mit einer alten *Wall Street* Weisheit: "*There are old traders and bold traders, but there are no old, bold traders.*" Diese basiert auf einem Artikel von Dorothy Verrill (ehemalige Flugpilotin, †1966), welcher im Mai 1931 in der Zeitschrift *Safety Education: A Magazine of the Good Adventure* zum Thema Unfallverhütung erschienen ist, nur, dass das Wort Pilot mit Trader ersetzt worden ist.

Freundliche Grüsse



Dr. Gianluigi Socchi



Igor Socchi



Philipp Wille

#### Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.